

III. СТРАТЕГИЈА УПРАВЉАЊА ЈАВНИМ ДУГОМ ОД 2025. ДО 2027. ГОДИНЕ

Према Закону о јавном дугу, као правном основу задуживања Републике Србије, јавни дуг чине све директне обавезе Републике по основу задуживања, као и гаранције издате од Републике за задуживање јавних предузећа и јединица локалне самоуправе, као и других правних лица. Република се може задуживати у домаћој и иностраној валути, ради финансирања буџетског дефицита, дефицита текуће ликвидности, рефинансирања неизмиреног дуга, за финансирање инвестиционих пројеката, као и за извршавање обавеза по датим гаранцијама. Одредбама Закона о јавном дугу назначено је да јавни дуг представља безусловну и неопозиву обавезу Републике Србије у односу на отплату главнице, камате и осталих припадајућих трошкова.

За формулисање Стратегије за управљање јавним дугом коришћен је квантитативни приступ, идентификујући могућа ограничења кроз макроекономске показатеље, анализу трошкова и ризика и тржишних услова који утичу на управљање јавним дугом. У сврху анализе коришћени су инструменти финансирања доступни на домаћем и међународном финансијском тржишту. Стратегија управљања јавним дугом заснива се на принципима који дефинишу потребу за транспарентним и предвидивим процесом задуживања, уз перманентан развој тржишта државних хартија од вредности и прихватљив ниво изложености финансијским ризицима.

Ситуација на међународном и домаћем финансијском тржишту, успешна примена мера фискалне консолидације уз добру координацију фискалне и монетарне политике довела је до значајног пада трошкова задуживања на динарским и евро деноминираним хартијама од вредности у периоду од 2012. до 2021. године и смањивања ризико премије за српске државне хартије од вредности. Међутим, почетком 2022. године долази до значајног раста каматних стопа изазваног екстерним утицајем, који је настављен и у 2023. и 2024. години.

Фискална стратегија предвиђа смањење јавног дуга сектора државе до краја 2027. године на ниво

од 50,5% БДП, при чему се у складу са смерницама управљања јавним дугом дефинисаним од стране Светске банке и ММФ, у оквиру Стратегије управљања јавним дугом врши стрес-сценарио анализа утицаја промене девизног курса домаће валуте у односу на валуте у којима је деноминован јавни дуг Републике Србије.

У последњих десет година учињен је значајан напредак у погледу повећања просечне рочности динарских државних хартија од вредности и смањења трошкова финансирања по основу овог вида задуживања, чиме је смањена изложеност ризику рефинансирања. Битно је напоменути да је у наведеном периоду просечна пондерисана купонска стопа на динарске државне хартије од вредности смањена са 13,68%, колико је износила на крају 2012. године, на 5,10% на крају марта 2024. године.

Стратегијом управљања јавним дугом се дефинишу основне мере за даљи наставак развоја динарског тржишта државних хартија од вредности. Развојем овог тржишта очекује се да ће доћи до даљег раста унутрашњег дуга и повећања његовог учешћа у укупном дугу, као и смањења изложености јавног дуга према девизном ризику, што ће позитивно утицати на повећање кредитног рејтинга Републике Србије.

Након успешно спроведених мера фискалне консолидације у 2016. години је преокренута растућа путања кретања јавног дуга и учешће јавног дуга у БДП, те долази до пада учешћа са 70,0% БДП колико је износило на централном нивоу власти на крају 2015. године на 67,7% на крају 2016. године. Током 2017. године дошло је до још значајнијег пада на 57,8% БДП. Тренд је настављен и током 2018. године када удео јавног дуга у БДП пада на 53,6%, као и током 2019. године када је учешће јавног дуга у БДП смањено на ниво од 51,9% БДП. Како би се смањио утицај кризе изазване пандемијом вируса COVID-19, јавила се потреба за финансирањем мера подршке привреди и грађанима, што је резултирало растом учешћа дуга у БДП на 57,0% на крају 2020. године. Током 2021. године долази до благог пада наведеног показатеља, тако да је учешће јавног

дуга у БДП на крају 2021. године износило 56,5%. Позитивни тренд је настављен и у наредним годинама, тако да је на крају 2022. године учешће износило 55,1%, а на крају 2023. године 52,0%. На крају марта 2024. године учешће јавног дуга у БДП је износило 47,7%.

Услед појачане контроле издавања гаранција у последњих десет година гарантовани јавни дуг је значајно смањен и бележи пад са 2,8 милијарде EUR колико је износио на крају 2013. године на 1,8 милијарди EUR на крају марта 2024. године, док је његово учешће у БДП у истом периоду пало са 7,9% на само 2,4%.

Позитивни фискални резултати које остварује Република Србија потврђени су и преко кретања кредитног рејтинга Србије последњих неколико година. Рејтинг агенције Fitch Ratings и Standard and Poor's у 2019. години повећале су рејтинг Србије на ББ+ са ББ. Рејтинг агенција Moody's је у марту 2021. године повећала кредитни рејтинг Републике Србије на Ба2 са Ба3 као резултат веома успешног одговора на кризу изазвану пандемијом вируса COVID-19 и очувања макроекономске стабилности током јако тешке и изазовне 2020. године. Рејтинг агенција Standard and Poor's је у извештају који је објављен 5. априла 2024. године потврдила оцену кредитног рејтинга Републике Србије на нивоу ББ+ и поправила изгледе за његово даље повећање на позитивне са стабилних. Fitch Ratings је у најновијем извештају од 9. фебруара 2024. године потврдио кредитни рејтинг Републике Србије на нивоу ББ+, уз стабилне изгледе за његово даље повећање, а рејтинг агенција Moody's је у последњем извештају 8. септембра 2023. године потврдила кредитни рејтинг Републике Србије на нивоу Ба2 и задржала стабилне изгледе за његово даље повећање.

Република Србија је током 2020. године у два наврата емитовала еврообвезнице како би финансирала пакет мера помоћи привреди и грађанима у циљу минимизирања утицаја кризе изазване пандемијом вируса COVID-19 и превремено отплатиле раније емитоване скупе еврообвезнице. Прва емисија еврообвезница је била 15. маја 2020. године, у еврима, у најделикатнијем тренутку у првом таласу

пандемије, у укупном износу од 2,0 милијарде EUR. Купонска стопа је износила 3,125%, доспева 2027. године и листирана је на Лондонској берзи, једном од највећих и најрепрезентативнијих тржишта на свету. Друга емисија еврообвезница је била 1. децембра 2020. године, у укупном износу од 1,2 милијарде америчких долара са доспећем 2030. године. Купонска стопа је износила 2,125%, а финална каматна стопа у еврима, након реализације хеџинг трансакције 1,066%. Повратак на доларско тржиште хартија и нова емисија деноминована у доларима, омогућиле су Србији да остане присутна у индексу обвезница тржишта у развоју – EMBI Index, чиме је осигурана њена видљивост на америчком тржишту капитала, као и на широј међународној инвестиционој мапи. Средствима емисије еврообвезница из децембра 2020. године извршена је превремена отплата 900 милиона долара еврообвезница емитованих 2011. године, од укупно 1,6 милијарде долара колико је доспевало у септембру 2021. године. Превремено су откупљене обвезнице које су биле емитоване по купонској стопи од чак 7,25%.

Како би снизила трошкове финансирања и продужила рочност дуга Република Србија је 3. марта 2021. године успешно искористила још увек повољне услове на међународном финансијском тржишту и по први пут емитовала дванаестогодишње еврообвезнице деноминоване у еврима у износу од једне милијарде евра по купонској стопи од 1,65%. Република Србија је 23. септембра 2021. године поново померила границе у избору финансирања својих инвестиција изласком на међународно тржиште зелених обвезница. Зелена еврообвезница емитована је у износу од 1,0 милијарде евра са роком доспећа од седам година и купонском стопом од 1,00%, најнижом до сада постигнутом на међународном тржишту. Република Србија се сврстала у ред ретких европских земаља које су на међународном финансијском тржишту емитовале зелене еврообвезнице намењене искључиво за финансирање еколошки прихватљивих пројеката. Истовремено, са емисијом зелене еврообвезнице, емитована је и петнаестогодишња еврообвезница најдуже рочности до сада у износу од 750 милиона евра, са годишњом купонском стопом од 2,05%,

чијом емисијом је додатно повећана рочност јавног дуга.

У јануару 2023. године су издате еврообвезнице рочности пет и десет година у укупном износу од 1,75 милијарди долара (750 милиона долара на пет година и 1 милијарда долара на десет година). Еврообвезница рочности пет година емитована је уз купонску стопу од 6,25%, док је еврообвезница рочности десет година емитована уз купонску стопу од 6,50%. У циљу ефикасног управљања јавним дугом истовремено су закључене и хеџинг трансакције, тј. обавезе по основу емисије доларских еврообвезница одмах су конвертоване у обавезе у еврима.

Водећи се најбољом међународном праксом активног управљања јавним дугом, Република Србија је у децембру 2020. године по први пут реализовала хеџинг трансакцију, тј. коришћење финансијских деривата у сврху заштите од девизног и каматног ризика, у складу са међународним ISDA стандардима (*International Swaps and Derivatives Association*), односно унакрсна валутна своп трансакција којом су обавезе по основу емитоване обвезнице конвертоване из америчких долара у евре по значајно нижој финалној каматној стопи. Своје обавезе по основу емисије деноминоване у доларима, у износу од 1,2 милијарди USD, Република Србија ће исплаћивати у еврима по купонској стопи од 1,066% на номиналну вредност емисије након конверзије од 1,016 милијарди евра. Искоришћен је повољан однос курса евра и америчког долара у датом тренутку, као и дивергенције између доларских и еварских каматних стопа на међународном тржишту капитала и постигнута је најповољнија цена задуживања, уз оптимизацију валутне структуре јавног дуга, а све у циљу заштите од ризика промене девизног курса. Током јануара 2021. године реализована је друга своп трансакција, којом је обавеза по основу Споразума о репрограму дуга између Републике Србије и Kuwait Investment Authority конвертована из америчких долара у евре, по значајно нижој каматној стопи. Обавезе по основу наведеног репрограмираног зајма, уговорене у доларима по каматној стопи од 1,5%, Република Србија ће исплаћивати у еврима по каматној стопи од

0,393%. У марту 2021. године је закључена нова своп трансакција којом је кредит код Export - Import Bank of China за пројекат изградње обилазнице око Београда на аутопуту E70/E75, који је 2018. године иницијално уговорен у кинеским јуанима конвертован у евре са негативном каматном стопом. Наведени зајам, на који је плаћана фиксна каматна стопа од 2,50% годишње у кинеским јуанима, конвертован је у евре по фиксној негативној каматној стопи од -0,07%. Како је уговорена негативна каматна стопа, Република Србија неће имати никакве трошкове по основу камата у првих пет година своп аранжмана, који важи до 2030. године, већ ће остваривати додатна примања од банака са којима је трансакција закључена. 24. новембра 2021. године реализована је још једна, четврта по реду, своп трансакција којом су обавезе по основу зајма узетог од Фонда за развој Абу Дабија, 2016. године, иницијално уговорене у дирхамима, са плаћањем у америчким доларима, конвертоване у евре. Дуг и обавезе по основу наведеног зајма на који је плаћана фиксна каматна стопа од 2,25% годишње, замењени су у евре по годишњој каматној стопи од 0,96%. У 2023. години су одмах након емитовања еврообвезница закључене хеџинг трансакције, тј. обавезе по основу емисије доларских еврообвезница су конвертоване у обавезе у еврима, тако да након извршеног cross currency swap-а, варијабилна каматна стопа за петогодишњу обвезницу износи шестомесечни euribor + 2,908%, а за десетогодишњу обвезницу шестомесечни euribor + 3,073%.

Током 2020. године настављено је са емитовањем „бенчмарк“ обвезница на домаћем тржишту. Емитоване су обвезнице рочности 5,5 и 12,5 година у RSD номиналне вредности од по 100 милијарди динара, чији обими су повећани на по 150 милијарди динара током 2021. године. 30. јуна 2021. године динарске бенчмарк обвезнице Републике Србије рочности 7, 10 и 12,5 година укључене су у J.P. Morgan GBI-EM Index. Укључивањем у наведени индекс начињен је значајан напредак у јачању ликвидности секундарног тржишта државних обвезница и обезбеђен долазак нових међународних инвестиционих фондова, што ће резултирати већом конкуренцијом и даљим падом трошкова

задужења. У марту 2024. године, у J.P. Morgan GBI-EM Index укључена је и бенчмарк обвезница Републике Србије рочности 8 година номиналне вредности 150 милијарди динара емитована 2023. године. У октобру 2021. године, Clearstream, међународни централни регистар хартија од вредности, који обавља послове клиринга и салдирања (ICSD), отворио је рачун хартија од вредности у домаћем регистру и путем посредника – овлашћеног учесника на локалном тржишту, омогућио страним инвеститорима салдирање српских обвезница у динарима.

Валутни ризик је смањен током претходних година, иако је током последње три године дошло до извесног погоршања овог показатеља услед специфичних околности на тржишту, те неопходности интензивнијег коришћења међународног финансијског тржишта, како би се минимизирали трошкови задужења. Удео јавног дуга у домаћој валути у укупном јавном дугу централног нивоа власти је на крају 2008. године износио само 2,6%, а до краја 2020. године је порастао на 30,5%, али је након тога услед задужења у већој мери на иностраном тржишту због повољнијих услова, дошло до пада учешћа на 21,7% на крају 2023. године, да би дошло до извесног побољшања током 2024. године, те је на крају марта учешће износило 22,4%. Расту динарског дуга претходних година су пре свега допринеле емисије динарских државних хартија од вредности на домаћем тржишту хартија од вредности. Током 2019. и 2020. године је извршен превремени откуп скупих еврообвезница

емитованих у 2011. и 2013. години у америчким доларима, а током фебруара 2020. године редовна отплата доларске обвезнице емитоване у 2013. години. У децембру 2020. године је закључена и прва хеџинг трансакција којом је емитована еврообвезница у америчким доларима, одмах конвертована у евре. У јануару 2021. године је закључена још једна хеџинг трансакција којом су обавезе у америчким доларима конвертоване у евре. У јануару 2023. године су закључене нове хеџинг трансакције којим су емитоване еврообвезнице у америчким доларима, одмах конвертоване у евре. Захваљујући свим овим трансакцијама, дошло је до пада његовог учешћа у укупном јавном дугу са 33,9% колико је износило на крају 2016. године на 13,6% на крају марта 2024. године.

Трошкови задужења су такође значајно снижени током претходних година. Учешће трошкова камата у БДП је пало са 2,9% (централни ниво власти) колико је износило 2015. године на 1,8% у 2023. години.

На крају марта 2024. године укупно стање јавног дуга сектора државе износило је 4.286,2 млрд динара, односно 48,0% БДП. Од тога се на директне обавезе односило 4.045,2 млрд динара, на индиректне обавезе 212,0 млрд динара, док се 28,0 млрд динара односи на негарантовани дуг јединица локалне самоуправе и 1,0 млрд динара на негарантовани дуг ЈП „Путеви Србије“ и предузећа „Коридори Србије“ д.о.о.

Учешће јавног дуга сектора државе у БДП,%



Табела 29. Јавни дуг сектора државе Републике Србије у периоду крај 2021–31. март 2024. године

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024/III |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Јавни дуг (у млрд динара) | 3.581,8 | 3.945,8 | 4.266,6 | 4.286,2 |
| Јавни дуг (у мил. евра) | 30.461,8 | 33.632,2 | 36.412,3 | 36.589,8 |
| Јавни дуг (у мил. долара) | 34.464,5 | 35.821,6 | 40.301,1 | 39.436,5 |

У последње три године приметан је интензиван раст јавног дуга централног нивоа власти у еврима. Услед повољнијих услова за задуживање на иностраном тржишту, емитоване су у три наврата еврообвезнице у еврима. Поред тога део дуга у америчким доларима, кинеским јуанима и УАЕ дирхамима је конвертован у евре, услед далеко мање осцилације курса евра према динару, у односу на наведене валуте, како би се смањио валутни ризик. Током 2022. и 2023. године дошло је до раста дуга у специјалним правима вучења, услед задуживања код ММФ по повољним условима. Током 2020. и 2021. године

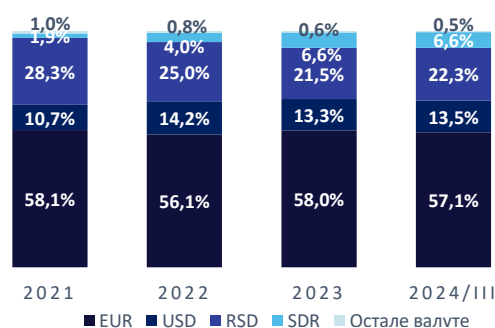
је растао дуг у динарима услед интензивног задуживања у домаћој валути, како би се додатно подстакло развој домаћег тржишта. Током 2022. и 2023. године приметан је пад, због редовне отплате доспелих државних обвезница. Честе осцилације курса америчког долара према динару показују пуну оправданост одлуке да се максимално смањи доларски дуг и на тај начин минимизира валутни ризик, као и да је за закључивање своп трансакција изабран прави моменат. Услед закључених своп трансакција, а такође са циљем да се минимизира валутни ризик, значајно је смањен дуг у осталим валутама.

Табела 30. Стање јавног дуга централног нивоа државе по оригиналним валутама у периоду крај 2021–31. март 2024. године, у милионима

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024/III |
|-------------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| EUR | 17.386,4 | 18.585,2 | 20.857,5 | 20.646,9 |
| USD | 3.694,6 | 5.076,7 | 5.364,6 | 5.320,3 |
| RSD | 1.010.176,5 | 983.500,7 | 917.800,7 | 954.323,5 |
| CHF | 73,7 | 27,2 | 9,7 | 0,0 |
| Специјална права вучења | 475,0 | 1.064,9 | 1.988,6 | 1.979,9 |
| Друге валуте (у RSD) | 27.304,8 | 27.375,6 | 22.793,5 | 21.247,7 |

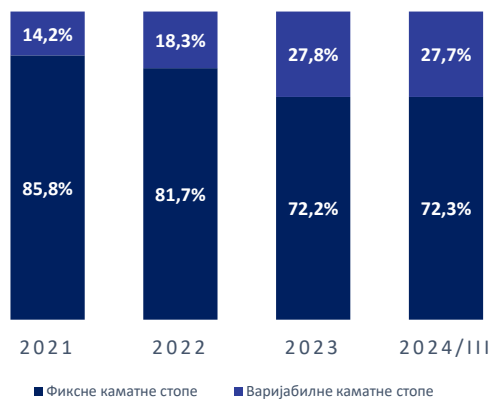
Према подацима од 31. марта 2024. године, највећи део јавног дуга сектора државе Републике Србије је деноминован у еврима и износи 57,1%. Затим су највише заступљени динар са 22,3% и амерички долар са 13,5%. Остатак дуга је деноминован у специјалним правима вучења 6,6% и осталим валутама 0,5%. Захваљујући континуираном развоју домаћег тржишта хартија од вредности и постепеном повећању обима емисија у домаћој валути, дошло је до раста учешћа дуга у домаћој валути у претходним годинама, са 16,4%, на крају 2011. године на 30,4% у 2020, али након тога долази до његовог пада услед нешто већих потреба за финансирањем и промењених тржишних околности.

Валутна структура дуга сектора државе у периоду од 2021. до 31. марта 2024. године



На дан 31. март 2024. године, највећи део јавног дуга сектора државе Републике Србије је са фиксном каматном стопом – 72,3%, док се на јавни дуг са варијабилном каматном стопом односи 27,7% укупног јавног дуга. Међу варијабилним каматним стопама највише је заступљен EURIBOR са учешћем од 70,0%, затим варијабилна каматна стопа за специјална права вучења 23,8% и Belibor 5,9%, док је учешће обавеза са осталим каматним стопама 0,2%.

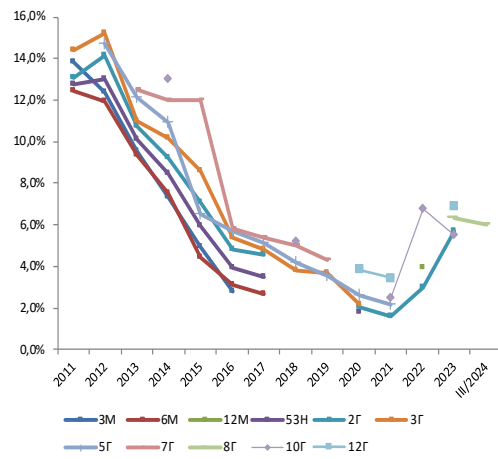
Структура каматних стопа дуга сектора државе у периоду од 2021. до 31. марта 2024. године, %



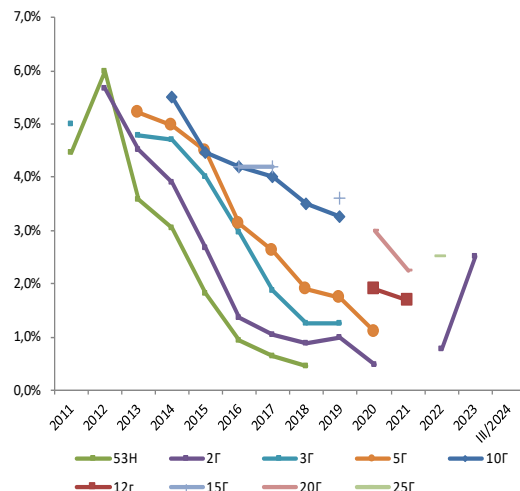
У периоду од 2014. до 2021. године дошло је до значајног пада трошкова задуживања, који је најизраженији код државних хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту. До пада је дошло захваљујући развоју тржишта капитала државних обвезница, расту кредитног рејтинга земље, односно смањењу премије ризика, ниској стопи инфлације и смањењу референтне каматне стопе НБС. Просечно пондерисана каматна стопа на јавни дуг је пала са 5,70% колико је износила на крају 2014. године на 2,53% колико је износила на крају 2021. године. Приметан је још израженији пад код динарских државних хартија од вредности, код којих је просечна пондерисана купонска стопа смањена са 10,68% на крају 2014. године на 5,10 % на крају марта 2024. године. Током последње две године, услед високе

инфлације, дошло је до најинтензивнијег раста каматних стопа на међународном финансијском тржишту у овом веку. Ово се у извесној мери одразило и на раст трошкова задуживања Републике Србије. Тако је на крају марта 2024. године просечна пондерисана стопа на укупни јавни дуг износила 3,74%.

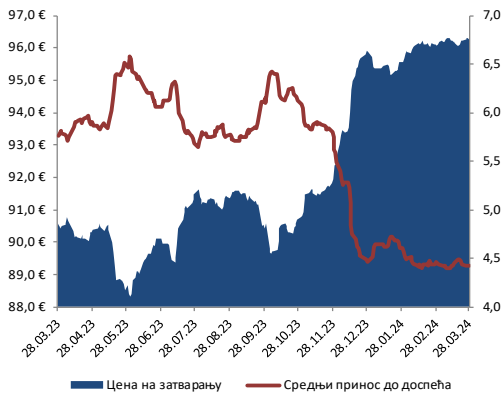
Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на динарске државне хартије од вредности у периоду 2011–31. март 2024. године



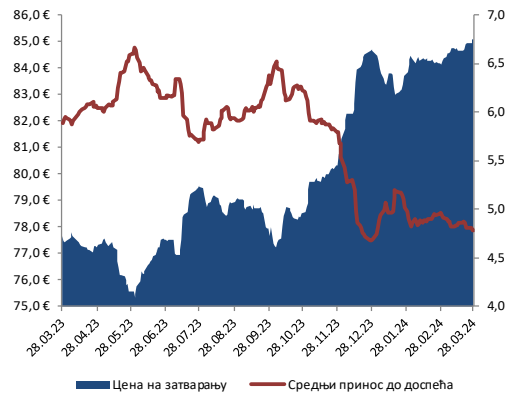
Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на евро деноминоване државне хартије од вредности у периоду 2011–31. март 2024. године



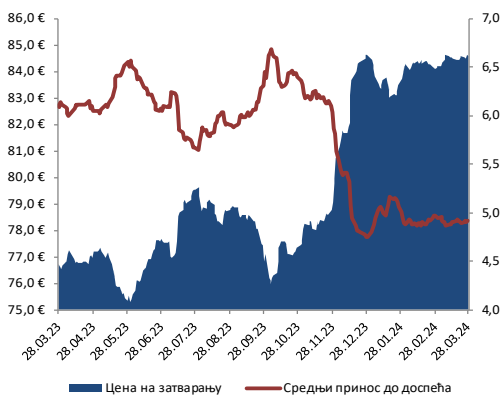
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2027 / 3,125%)



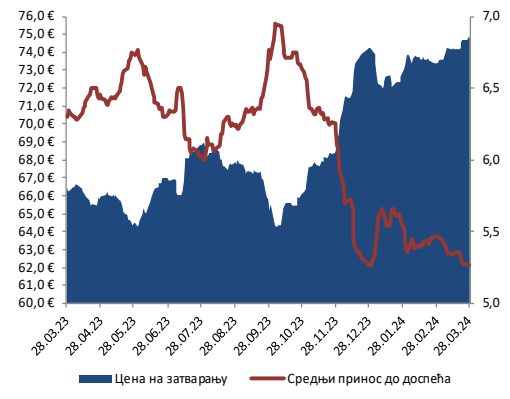
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2028 / 1,000%)



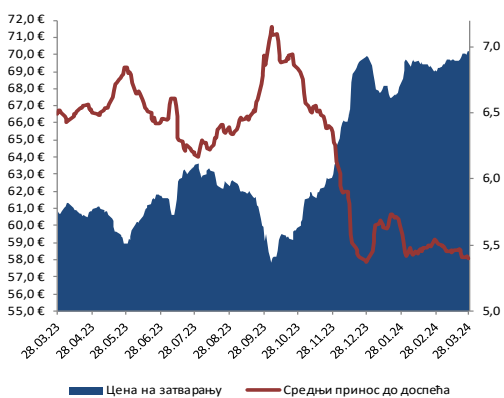
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2029 / 1,500%)



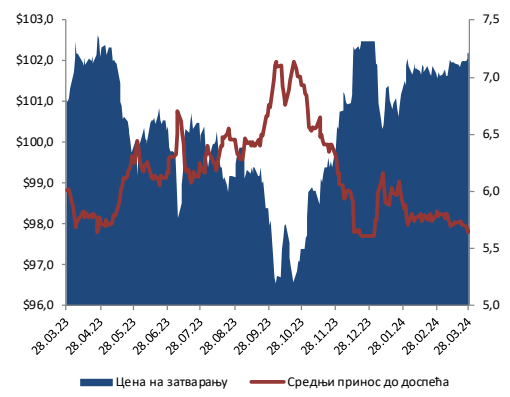
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2033 / 1,650%)



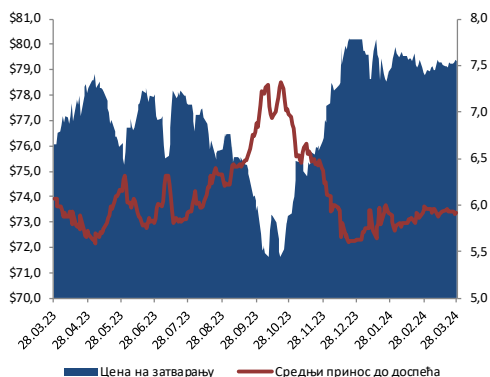
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2036 / 2,050%)



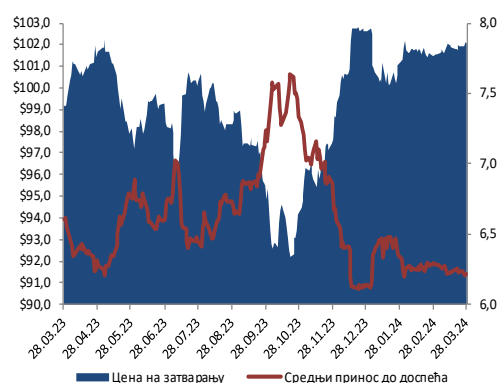
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2028 / 6,250%)



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2030 / 2,125%)



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија (ЕВ 2033 / 6,500%)



Табела 31. Пројекције отплате камата и главница до 2027. године (млрд динара)

| | 2024 п | 2025 п | 2026 п | 2027 п |
|--|--------|--------|---------|--------|
| Главница* | 724,5 | 518,0 | 832,0 | 715,3 |
| Камата | 183,5 | 225,1 | 239,1 | 260,9 |
| Укупно | 908,0 | 743,1 | 1.071,2 | 976,2 |
| У односу на јавни дуг на дан 31.3.2024. године | 21,3% | 17,5% | 25,2% | 22,9% |

* укључена и средства за *buy-back* операције

Табела 32. Пројекције отплате камата и главница до 2027. године (% БДП)

| | 2024 п | 2025 п | 2026 п | 2027 п |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| Главница | 8,1% | 5,4% | 8,1% | 6,5% |
| Камата | 2,1% | 2,3% | 2,3% | 2,4% |
| Укупно | 10,1% | 7,7% | 10,4% | 8,8% |

Планирани износи за отплату камата и главница, на централном нивоу државе, укључују и средства за *buy-back* операције, тј. превремену отплату дуга, како би се скупљи дуг заменио јефтинијим, као и премије осигурања на експортне кредите.

Пројекција стања јавног дуга сектора државе у периоду 2024–2027. године

Имајући у виду пројектовани примарни резултат буџета Републике Србије за период 2024–2027.

године, укључујући и обим повлачења кредитних средстава за пројектно финансирање од буџетских корисника, ефекте промене девизног курса динара према еврџу и америчком долару, у основном макроекономском сценарију, стање дуга централног нивоа државе требало би да буде на нивоу од 49,7% БДП на крају 2027. године.

Табела 33. Основна пројекција стања јавног дуга сектора државе до 2027. године

| | 2024 п | 2025 п | 2026 п | 2027 п |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Јавни дуг (централни ниво власти), млрд РСД | 4.606,1 | 4.898,1 | 5.196,1 | 5.514,1 |
| Дуг централне државе, у % БДП | 51,5% | 50,9% | 50,3% | 49,7% |
| Негарантовани дуг јединица локалне самоуправе*, у % БДП | 0,5% | 0,7% | 0,7% | 0,8% |
| Дуг сектора државе, у % БДП | 52,0% | 51,6% | 51,0% | 50,5% |

* и осталог сектора државе

На крају 2024. године очекује се да учешће јавног дуга сектора државе у БДП износи 52,0%. У наредним годинама се очекује пад рација, који би у основном сценарију требало на крају 2025. године да износи 51,6%, на крају 2026. године 51,0%, а на крају 2027. године 50,5%. У датом периоду се очекује реализација великих инфраструктурних пројеката који ће бити финансирани углавном из пројектних зајмова, те њихова интензивнија реализација у односу на претходни период. Ово је управо једна од тачака где се може видети јасна координација фискалних и развојних циљева. Води се рачуна о одрживости јавног дуга и постепеном паду његовог учешћа у БДП, уз истовремено коришћење новог задуживања за побољшање инфраструктурних услова који доводе до раста БДП, животног стандарда и нових инвестиција. Предвиђа се да ће негарантовани дуг јединица локалне самоуправе и осталог сектора државе у наредном периоду бити на релативно стабилном нивоу од 0,5% до 0,8% БДП.

Принципи управљања јавним дугом

Према Закону о јавном дугу, примарни циљ задуживања Републике Србије и управљања јавним дугом је обезбеђивање средстава за редовно сервисирање буџетских потреба по најповољнијим условима и трошковима финансирања уз прихватљив ниво ризика. На основу тога, Стратегија управљања јавним дугом Републике Србије дефинише следеће опште циљеве и принципе:

- 1) Осигурати финансирање фискалног дефицита и редовно сервисирање обавеза по основу јавног дуга Републике Србије;
- 2) Дефинисати прихватљив ниво ризика који треба да буде одређен у условима циљане структуре портфолија дуга у смислу валутне структуре дуга, структуре каматних стопа, структуре рочности и структуре дуга према инструментима;
- 3) Наставити развој тржишта државних хартија од вредности које се емитују на домаћем и међународном тржишту, што би помогло у смањењу трошкова задуживања у средњем и дугом року;

- 4) Омогућити транспарентност и предвидивост процеса задуживања.

Стратегија управљања јавним дугом конзистентна је са општим средњорочним макроекономским и фискалним оквиром.

Стратегија управљања јавним дугом у наредном средњорочном периоду базира се на финансирању дефицита и главнице дуга буџета Републике Србије путем емисија државних хартија од вредности на домаћем и међународном тржишту капитала како би било испуњено редовно сервисирање обавеза. Флексибилност ће се огледати у домену избора тржишта на коме ће се вршити задуживање, валуте задуживања и инструмената финансирања. Избор структуре финансирања узимаће у обзир тренутно стање и тренд развоја домаћег и међународног финансијског тржишта (ниво каматних стопа, премије ризика, криву приноса, девизне курсеве референтних валута) и прихватљив ниво изложености финансијским ризицима.

Циљ је да се у наредном дугорочном периоду финансирање обавља пре свега емитовањем динарских хартија од вредности на домаћем тржишту. Део финансирања може бити обезбеђен и на међународном финансијском тржишту у средњорочном периоду. Успостављање *GMTN* програма у 2020. години омогућило је флексибилност у избору финансирања и бржи приступ финансирању на међународном тржишту.

Позајмљивање у инострану валуту, као нпр. у америчким доларима, за собом повлачи и девизни ризик услед промене курса евро – амерички долар, те ће се из тог разлога користити могућност хеџинга.

Политика управљања јавним дугом мора да узме у обзир дугорочну перспективу, али се одлука о финансирању буџетских издатака мора доносити годишње. Одлука о годишњем задуживању се доноси у оквиру Закона о буџету за одређену фискалну годину. У зависности од промене основних фискалних агрегата могућа је корекција плана задуживања током фискалне године.

Финансијски ризици и мере за управљање финансијским ризицима

Утицај финансијских и фискалних ризика може довести до већег раста јавног дуга него што предвиђа основни сценарио. Ризици који су присутни и који могу да доведу до раста задужености и трошкова сервисирања јавног дуга су: ризик рефинансирања, девизни ризик, тржишни ризик (ризик каматних стопа, ризик инфлације), ризик ликвидности, кредитни и оперативни ризици и ризици везани за дистрибуцију трошкова сервисирања (структура дуга, концентрација обавеза).

У циљу смањења изложености финансијским ризицима потребно је спроводити следеће мере:

1. ризик рефинансирања

- повећање учешћа средњорочних и дугорочних финансијских инструмената деноминованих у динарима на домаћем финансијском тржишту;
- равномерна расподела обавеза по основу јавног дуга на годишњем нивоу у наредном дугорочном периоду;
- продужавање просечне рочности дуга који се емитује у хартијама од вредности;

2. девизни ризик

- настојање да се смањи учешће дуга деноминованог у ино-валути уз уважавање трошкова новог дуга (трошкови динаризације дуга);
- коришћење финансијских деривата у циљу лимитирања ефеката промене курса референтних валута;
- настојање да спољни дуг буде углавном у еврима и да се доларски дуг користи само ако је финансирање на међународном тржишту у доларима јефтиније уз коришћење финансијских деривата за лимитирање ризика;

3. тржишни ризик (ризик каматних стопа, ризик инфлације)

- настојање да се продужи просечна рочност домаћег дуга у динарима;
- настојање да ризик по основу каматних стопа на спољни дуг не угрожава дугорочни циљ минимизације трошкова јавног дуга;

4. ризик ликвидности

- перманентно одржавање нивоа готовине на рачунима Републике Србије на нивоу који омогућава несметано финансирање обавеза у минимуму од четири месеца и на нивоу који омогућава апсорпцију евентуалних мањих прилива по основу задуживања у односу на план;
- адекватно управљање слободним готовинским средствима на рачунима Републике Србије у складу са принципима asset-liability management и у складу са могућностима;

5. кредитни и оперативни ризици

- спровођење трансакција са финансијским дериватима само са финансијским институцијама које имају висок кредитни рејтинг;
- коришћење финансијских инструмената који лимитирају кредитни ризик;
- давање гаранција и одобравање новог дуга јединицама локалне самоуправе само ако постоји адекватна анализа о релативно ниском степену вероватноће да се реализује гаранција или да јединица локалне самоуправе постане несолвентна у средњорочном периоду;
- увођење адекватне контроле у свим пословним активностима у Управи за јавни дуг и унапређење знања запослених;

6. ризици везани за дистрибуцију трошкова сервисирања

- адекватно планирање задуживања на годишњем нивоу и равномерна расподела у наредним годинама и током фискалне године како би се избегао ризик велике концентрације обавеза за рефинансирање;
- избегавање концентрације обавеза по основу јавног дуга на месечном нивоу, који не би могао бити амортизован слободним новчаним средствима на рачунима Републике Србије.

Анализе коришћене приликом израде Стратегије за управљање јавним дугом

За формулисање Стратегије за управљање јавним дугом коришћен је квантитативни приступ у анализи трошкова и ризика који утичу на управљање јавним дугом.

Имајући у виду макроекономско окружење и тржишне услове, упоредно се разматрају алтернативни извори финансирања.

У сврху анализе коришћени су инструменти доступни на домаћем и међународном финансијском тржишту.

Извори финансирања деноминирани у иностраној валути:

- Зајмови страних влада, међународних финансијских институција, пословних банака и других поверилаца – приказани као концесионални инструменти деноминирани у еврима или америчким доларима, са фиксном или варијабилном каматном стопом;
- Државни записи и државне обвезнице емитоване на домаћем или иностраном финансијском тржишту, деноминирани у еврима
- Еврообвезнице – емитоване у еврима или америчким доларима на међународном финансијском тржишту.

Извори финансирања у домаћој валути:

- Државни записи и државне обвезнице емитоване на домаћем финансијском тржишту, деноминирани у динарима.

Будуће тржишне каматне стопе и сценарио анализа

Након избора одговарајуће композиције извора финансирања (изабраних и компаративних стратегија финансирања), приступа се анализи трошкова и ризика полазећи од основног (највероватнијег) сценарија, након чега се врши стрес тестирање за додатне врсте сценарија – шокова, како би се добио преглед ефеката коштања разматраних стратегија.

Основни сценарио се базира на највише вероватним тржишним условима за три групе тржишних варијабли: девизни курс, каматне стопе на међународном тржишту и каматне стопе на домаћем тржишту. Приступ за динарске и евро каматне стопе заснива се на стопама оствареним током претходне и текуће године.

Након дефинисања основног сценарија, у циљу стрес тестирања одабране су додатне врсте сценарија – шокова:

- Депрецијација динара у односу на све валуте од 15% у 2026. години. У овом сценарију однос евра и америчког долара би остао стабилан, док би само динар депрецирао у односу на обе валуте;
- Повећање каматних стопа на домаћем и међународном тржишту за 2 п.п.;
- Повећање каматних стопа на међународном тржишту до 3 п.п., а на домаћем тржишту до 4 п.п.;
- Комбиновани шок који се односи на депрецијацију динара у односу на долар 15% у 2026. години и раст каматних стопа за 2 п.п.

Алтернативне стратегије задуживања за период 2025–2027. године

На бази модела Светске банке *Medium Term Debt Strategy Model* – MTDS, анализирани алтернативне стратегије задуживања су:

Основна стратегија (C1): представља стратегију која укупне потребе за буџетским финансирањем покрива комбинацијом извора финансирања у иностраној и домаћој валути. Изворе буџетског финансирања у иностраној валути сачињавају највећим делом примања од продаје еврообвезница на иностраном финансијском тржишту (рочности од петнаест година, која је најзаступљенија, као и рочности од десет и седам година) и програмски зајмови различитих поверилаца. Изворе буџетског финансирања у домаћој валути сачињавају примања од емисије државних обвезница (рочности пет, осам, десет и дванаест година) на домаћем финансијском тржишту. Пројектно финансирање, као и у претходним годинама, обезбеђује се највећим делом из кредита деноминираних у иностраној валути од иностраних поверилаца.

Стратегија (C2): у односу на стратегију C1, целокупне потребе за финансирањем задовољавају се емисијом еврообвезница у доларима, рочности десет и петнаест година.

Стратегија (C3): у односу на стратегију C1, представља стратегију која целокупно

финансирање заснива на емисијама еврообвезница у еврима рочности десет и петнаест година.

Стратегија додатне динаризации (С4): представља стратегију која целокупно финансирање заснива на емисијама динарских хартија од вредности.

Поређење алтернативних стратегија

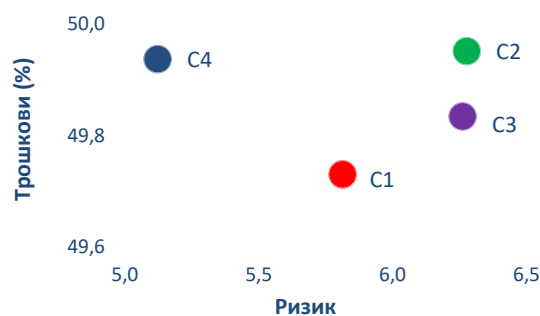
За поређење алтернативних стратегија задуживања примењене су две мере трошкова: однос јавног дуга према БДП и номинална камата као проценат БДП. Први однос је индикатор стања, а други индикатор тока. У циљу поређења, пажња је усмерена на резултате разматраних стратегија на крају 2027. године.

На основу графикана јасно се уочавају трошкови које свака од разматраних стратегија носи са собом. Трошак алтернативних стратегија при основном макроекономском сценарију приказан је на вертикалној оси графикана трошкова, док се на хоризонталној оси налази потенцијални трошак одређене стратегије задуживања (резултат стрес теста).

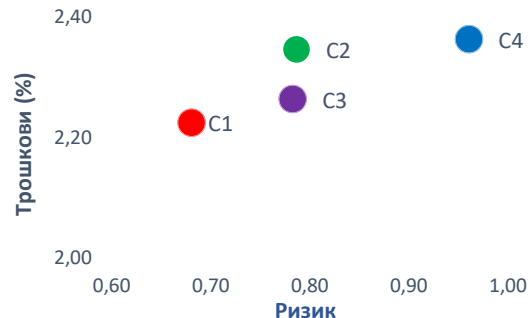
При основном макроекономском сценарију на крају 2027. године, мерено учешћем дуга у БДП, највише трошкове имају стратегије С4 и С2, следи стратегија С3, док је стратегија С1 на најнижем трошковном нивоу. Са друге стране највећи ризик на однос дуга и БДП, ако се одступи од основног макроекономског сценарија, има промена девизног курса. Посматрано са аспекта утицаја шокова девизног курса на рацио дуга и БДП, најбољи положај има стратегија С4, јер је целокупно финансирање у динарима, док стратегије С2 и С3 имају већу изложеност ризику промене девизног курса, јер је финансирање засновано у потпуности на изворима у страној валути. Стратегија С1 у погледу ризика промене девизног курса има нешто повољнији положај у односу на стратегије С2 и С3, из разлога што комбинује финансирање у домаћој и страној валути.

Са аспекта учешћа камата у БДП, динарска стратегија С4 је најскупља, јер је са највишим стопама, следи стратегија С2 базирана на доларским обвезницама које такође имају високе каматне стопе, стратегије С3 (еврообвезнице у еврима) и С1 као најповољнија (тржишни и концесионални инструменти). Резултати стрес анализе показали су да највећи ризик за промену односа камате и БДП, ако се промени основни сценарио, долази од шока промене каматних стопа који је већи на домаћем него на међународном тржишту због чега стратегија С4 има највећи ризик промене рација камате и БДП. Следе стратегије С2 и С3 које се састоје од тржишних инструмената који су такође подложни шокovima промене каматних стопа на међународном тржишту, док је код С1 овај ризик ублажен услед присуства концесионалних инструмената са фиксним стопама.

Однос дуга и БДП на крају 2027. године



Однос камата и БДП на крају 2027. године



Табела 34. Однос јавног дуга и БДП на крају 2027. године

| Сценарији | C1 | C2 | C3 | C4 |
|--|------|------|------|------|
| Основни сценарио | 49,7 | 50,0 | 49,8 | 49,9 |
| Шок девизног курса (15% све валуте) | 55,5 | 56,2 | 56,1 | 55,1 |
| Каматни шок (сценарио 1) | 50,4 | 50,8 | 50,7 | 50,8 |
| Каматни шок (сценарио 2) | 50,9 | 51,3 | 51,1 | 51,5 |
| Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1) | 51,8 | 53,3 | 52,0 | 52,1 |
| Максимални ризик | 5,8 | 6,3 | 6,3 | 5,1 |

Табела 35. Однос плаћања по основу камата и БДП на крају 2027. године

| Сценарији | C1 | C2 | C3 | C4 |
|--|-----|-----|-----|-----|
| Основни сценарио | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,4 |
| Шок девизног курса (15% све валуте) | 2,5 | 2,6 | 2,5 | 2,6 |
| Каматни шок (сценарио 1) | 2,6 | 2,9 | 2,8 | 2,9 |
| Каматни шок (сценарио 2) | 2,9 | 3,1 | 3,0 | 3,3 |
| Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1) | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 3,0 |
| Максимални ризик | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 1,0 |

Наредна табела приказује кретања основних параметара јавног дуга по основу све четири

разматране стратегије, што осликава горе поменуће карактеристике сваке стратегије:

Табела 36. Индикатори ризика за алтернативне стратегије на крају 2027. године

| | | C1 | C2 | C3 | C4 |
|-----------------------------|--|------|------|------|------|
| Номинални дуг (% БДП) | | 49,7 | 50,0 | 49,8 | 49,9 |
| Примењена каматна стопа (%) | | 4,7 | 5,0 | 4,8 | 5,0 |
| Ризик рефинансирања | АТМ ⁸ спољни портфолио (у годинама) | 8,1 | 10,2 | 10,2 | 7,5 |
| | АТМ домаћи портфолио (у годинама) | 7,0 | 4,3 | 4,3 | 9,4 |
| | АТМ укупан портфолио (у годинама) | 7,8 | 9,7 | 9,8 | 8,6 |
| Ризик каматних стопа | АТР ⁹ (у годинама) | 5,9 | 8,2 | 8,2 | 7,0 |
| | Рефиксирање (% укупног дуга) | 24,5 | 19,6 | 19,6 | 19,6 |
| | Дуг по фиксним стопама (% укупног дуга) | 80,8 | 85,6 | 85,6 | 85,6 |
| Ризик девизног курса | Ино-валутни дуг (% укупног дуга) | 75,8 | 92,1 | 92,1 | 43,5 |

Стрес-тест анализа

На основу планираног макроекономског оквира, а у случају изостанка утицаја могућих ризика, јавни дуг централног нивоа власти би на крају 2027. године требало да буде на нивоу од 49,7% БДП.

Основни фактори који утичу на стабилизацију рација јавни дуг/БДП су раст БДП, позитивни примарни резултат и курс динара према ино-валутама.

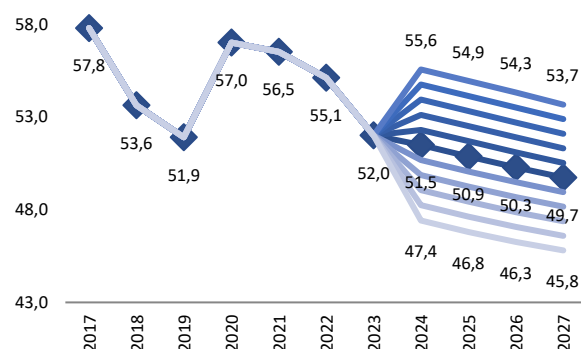
⁸ АТМ (Average Time to Maturity) – енглеска скраћеница за просечно време до доспећа.

⁹ АТР (Average Time to Refixing) – енглеска скраћеница за просечно време до промене каматних стопа.

Табела 37. Доприноси основних макроекономских варијабли на промену рација јавни дуг (централног нивоа државе) – БДП, у %

| | 2022 | 2023 | 2024 п | 2025 п | 2026 п | 2027 п |
|--|------|------|--------|--------|--------|--------|
| Дуг централне државе/БДП | 55,1 | 52,0 | 51,5 | 50,9 | 50,3 | 49,7 |
| Промена у односу на претходну год. у % БДП | -1,4 | -3,1 | -0,5 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Допринос примарног фискалног резултата | 1,8 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | -0,1 |
| Допринос камата | 1,5 | 1,8 | 2,1 | 2,3 | 2,3 | 2,4 |
| Допринос раста номиналног БДП | -6,5 | -7,2 | -4,6 | -3,7 | -3,5 | -3,4 |
| Допринос осталих фактора | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |

Утицај промене курса динара према корпи валута из портфолија јавног дуга централног нивоа државе на промену рација јавни дуг – БДП



На графикону је представљено кретање рација јавног дуга централног нивоа државе и БДП у зависности од промене курса динара према одређеној корпи валута. Приказана је основна пројекција са алтернативним сценаријима у зависности од апрецијације, односно депрецијације курса динара у распону од 10% апрецијације до 10% депрецијације динара у односу на корпу валута. Применом наведених сценарија може се видети да би се рацио за 2027. годину кретао у распону од 45,8% до 53,7%, док би за основни сценарио био на нивоу од 49,7%.

Главни ризици за остварење Стратегије, поред горе наведених фактора који су квантификовани, су и стабилност макроекономске ситуације у Републици Србији, потребе за додатним задуживањем како би се регулисали дугови на другим нивоима власти, јавном сектору и финансијском сектору Републике Србије и активирање датих гаранција.

Важно је напоменути да смањењу јавног дуга у односу на БДП доприноси и адекватна контрола

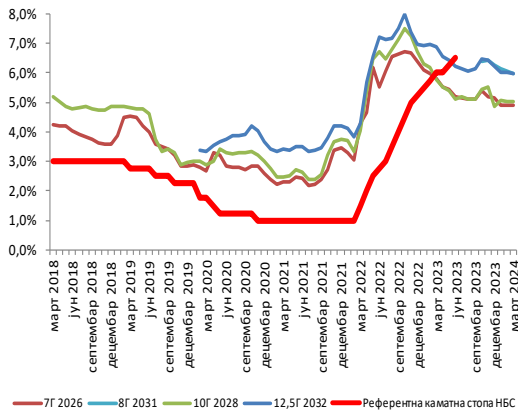
издавања гаранција и унапређење процеса приоритизације инвестиционих пројеката, који се финансирају из кредитних линија мултилатералних и билатералних кредитора.

Дугорочни стратешки оквир за управљање јавним дугом

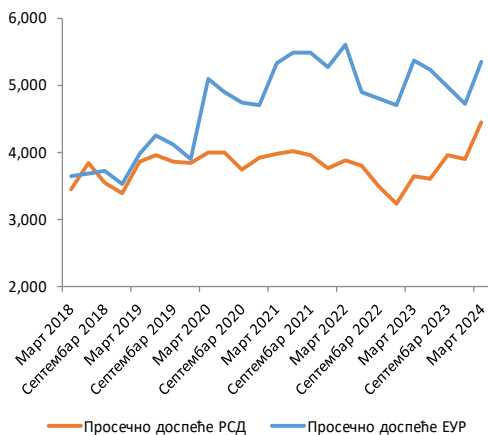
Основни стратешки циљеви којима је потребно тежити у наредном дугорочном периоду, како би се минимизирали ризици повећања задужености и трошкова сервисирања јавног дуга су:

- да учешће дуга деноминованог у динарима износи најмање 30% укупног јавног дуга на средњи рок;
- да учешће дуга деноминованог у еврима у јавном дугу износи најмање 65% дуга у ино-валути, укључујући будућа задуживања и трансакције;
- да учешће дуга са варијабилном каматном стопом износи испод 20% у средњорочном интервалу;
- да просечно време до промене каматне стопе (ATR) буде одржавано на нивоу од минимум 5,0 година, у складу са горе наведеном мером постепеног смањивања учешћа дуга са варијабилним каматним стопама;
- да просечна пондерисана каматна стопа (WAIR) на јавни дуг у домаћој валути не прелази 6,00%;
- да учешће краткорочног дуга (чије је доспеће до годину дана) износи до 20% укупног јавног дуга;
- да просечно време до доспећа (ATM) унутрашњег дуга буде на нивоу од најмање пет година на средњи рок;
- да се просечно време до доспећа (ATM) спољног дуга одржава на нивоу од 8,0 ± 0,5 година у истом временском хоризонту.

Кретање приноса до доспећа динарских „бенчмарк” емисија укључених у GBI-EM Global Diversified Index на секундарном трговању



Просечно време до доспећа (АТМ) државних хартија од вредности емитованих на домаћем финансијском тржишту у периоду 31. март 2018.–31. март 2024. године



Мере за унапређење тржишта динарских хартија од вредности у периоду 2024–2027. године

Тржиште државних хартија од вредности, у периоду од 2012. године до марта 2024. године, карактерише испуњавање зацртаних стратешких циљева, првенствено у погледу инструмената финансирања, као и у развоју и одржавању стабилности диверсификоване базе инвеститора. Преласком са краткорочних извора финансирања који се везују за период до 2010. године, на средњорочне и дугорочне инструменте

финансирања, уз константно смањење трошкова задуживања, утиче се на смањење ризика рефинансирања, као једног од примарних ризика у процесу управљања јавним дугом. На крају 2013. године учешће дугорочних динарских инструмената по оригиналној рочности од три и више година износило је 38,3% у стању динарских хартија од вредности, док је на крају марта 2024. године износило 88,6%.

Транспарентност у раду и извештавању, као и присутност на међународном тржишту капитала, утичу на информисаност, а тиме и на заинтересованост нерезидената да инвестирају капитал у дужничке инструменте, првенствено у државне динарске дугорочне хартије од вредности, чиме се остварује раст стабилне базе инвеститора. Услед успешне реализације „бенчмарк” емисија током 2014. и 2015. године, са истом праксом је настављено током 2016. године. У фебруару и јулу 2016. године емитоване су „бенчмарк” трогодишња и седмогодишња обвезница обима емисије по 110,0 млрд динара. У априлу 2017. године емитована је трогодишња „бенчмарк” обвезница обима емисије у износу од 110,0 млрд динара. У јануару и фебруару 2018. године емитоване су „бенчмарк” петогодишња и десетогодишња обвезница обима емисије по 110,0 млрд динара. У јануару 2019. године емитоване су „бенчмарк” трогодишња и седмогодишња обвезница обима емисије 100,0 и 150,0 млрд динара. У јануару и фебруару 2020. године по први пут су емитоване петоипогодишње и дванаестоипогодишње обвезнице са полугодишњим купоном. Изменама Уредбе о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту („Службени гласник РС”, бр. 100/14, 78/17, 66/18, 78/18 и 140/20), омогућено је повећање обима раније емитованих обвезница, па је петоипогодишњим обвезницама (првобитно емитованим 28.01.2020. године) и дванаестоипогодишњим обвезницама (првобитно емитованим 18.02.2020. године) 2021. године повећан обим емисије за по 50 млрд динара, док је десетогодишњим обвезницама (првобитно емитованим 06.02.2018. године) повећан за 10 млрд динара. Током 2022. године извршено је повећање обима емисија десетогодишњим

обвезницама (првобитно емитованим 06.02.2018. године) за 25 млрд динара.

Овим емисијама знатно је повећан обим секундарног трговања овим инструментима, што је допринело и паду извршних стопа приноса на реотварањима поменутих емисија. Учешће страних инвеститора у динарским хартијама од вредности, на крају марта 2024. године износило је 19,6%.

30. јуна 2021. године три динарске бенчмарк обвезнице укључене су у J.P. Morgan индекс државних обвезница земаља у развоју (*GBI-EM Global Diversified Index*), са датумом доспећа 11. јануар 2026. године (RSMFRSD89592), 8. фебруар 2028. године (RSMFRSD55940) и 20. август 2032. године (RSMFRSD86176). 5. марта 2024. године у J.P. Morgan индекс државних обвезница земаља у развоју (*GBI-EM Global Diversified Index*), укључена је нова динарска бенчмарк обвезница са датумом доспећа 26. октобар 2031. године (RSMFRSD58761).

У 2023. години од динарских хартија емитоване су двогодишње динарске обвезнице. Десетогодишњим динарским обвезницама је повећан обим емисије за 18,4 млрд динара и дванаестоипоогодишњим за 50 млрд динара. У октобру 2023. године емитована је нова осмогодишња динарска обвезница, са обимом емисије 110 милијарди динара. Од евро деноминираних хартија емитоване су двогодишње обвезнице.

У 2024. години повећан је обим емисије обвезнице рочности 8 година за 40 милијарди динара (првобитно емитоване 24.10.2023. године). Од евро деноминираних хартија емитоване су трогодишње обвезнице.

У периоду за који се доноси ова Стратегија очекује се унапређење ефикасности примарног тржишта путем приступа Euroclear платформи и кроз концепт примарних дилера, као механизма продаје државних хартија од вредности који директно, у дужем року, доприноси смањењу трошкова задуживања, као и смањењу ризика рефинансирања. Увођење система продаје државних хартија од вредности на домаћем финансијском тржишту преко примарних дилера,

пружиће добру основу за унапређење тржишне ефикасности секундарног тржишта државних хартија од вредности. Развојем секундарног тржишта, временом ће се успоставити концепт тржишне ефикасности у процесу вредновања државних хартија од вредности. Увођењем „бенчмарк“ емисија обвезница остварен је позитиван ефекат на обим и континуитет секундарног трговања, као и на унапређење тржишне ефикасности у поступку продаје државних хартија на примарном тржишту.

Као водеће факторе који утичу на криву приноса државних хартија од вредности потребно је издвојити фискални резултат, очекивану стопу инфлације и девизни курс. Као посебну групу фактора потребно је издвојити макроекономска кретања и очекивања, као и промене на међународном финансијском тржишту, које се рефлектују на премију ризика земље.

На крају 2012. године просечна рочност динарских хартија од вредности износила је 394 дана (1,1 годину), на крају 2013. године 469 дана (1,3 године), на крају 2014. године 645 дана (1,8 годину), на крају 2015. године 749 дана (2,1 годину), на крају 2016. године 789 дана (2,2 године), на крају 2017. године 864 дана (2,4 године), на крају 2018. године 1.188 дана (3,3 године), на крају 2019. године 1.403 дана (3,8 година), на крају 2020. године 1.429 дана (3,9 година), на крају 2021. године 1.377 дана (3,8 године), на крају 2022. године 1.220 дана (3,3 године), на крају 2023. године 1.427 дана (3,9 године), а на крају марта 2024. године 1.627 дана (4,5 година).

Развој домаћег тржишта државних хартија од вредности од стране Републике Србије потпомогнут је следећим мерама:

- Обвезнице Републике Србије укључене су у J.P. Morgan глобални индекс државних обвезница у локалним валутама земаља у развоју (*GBI-EM Global Diversified Index*) што би требало значајно да повећа базу инвеститора и додатно поспеши секундарно трговање, што ће даље допринети смањењу трошкова задуживања путем емисија динарских државних хартија од вредности;

- У циљу креирања што веће базе инвеститора и развоја секундарног тржишта хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту, креиран је једнак порески третман домаћих и страних инвеститора крајем 2011. године, и у наредном периоду тежиће се уклањању свих евентуалних препрека за слободан проток капитала;
- Предузете су активности на омогућавању салдирања државних хартија од вредности на иностраном тржишту. Изменама и допунама Закона о јавном дугу из децембра 2019. године, омогућено је да клиринг и салдирање државних хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту, поред Централног регистра врши и друго страном правно лице које обавља послове клиринга и салдирања.
- Током 2022. и 2023. године активно се радило на усаглашавању законске регулативе и ИТ инфраструктуре за успостављање међународног линка (i-Link) између Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности и Euroclear банке, што је настављено и у 2024. години како би се отпочело салдирање државних бенчмарк обвезница преко Euroclear провајдера пост трговинских трансакција. Основне предности приступања Euroclear систему су ширење базе инвеститора кроз лакшу доступност домаћих хартија од вредности страним инвеститорима, што даље смањује трошкове у редукованом ланцу учесника куповине хартија од вредности, а тиме и пад приноса на хартије и ниже трошкове задуживања емитента. Такође, повећава се ликвидност секундарног тржишта ширењем базе инвеститора.